

Accentverschuiving in het monetaire beleid

In Nederland wordt onderscheid gemaakt tussen het grote en het kleine monetaire beleid. Het grote beleid richt zich op intern evenwicht, het kleine beleid op extern evenwicht. Door de snelle ontwikkelingen op de financiële markten, zoals liberalisatie en innovaties, is de interdependentie tussen de twee doeleinden van het beleid, intern en extern evenwicht, groter geworden. In dit artikel wordt gesteld dat de Nederlandsche Bank niet gelijktijdig liquiditeitsquote, rentestand en wisselkoers kan beheersen. De auteurs constateren dat DNB de liquiditeitsquote op haar beloop heeft gelaten en zich heeft gericht op de wisselkoers, en zij betuigen met dit beleid hun instemming.

DRS. J. DE HAAN – DRS. L.H. HOOGDUIN*

Het Nederlandse monetaire beleid wordt vaak onderscheiden in het 'grote' en het 'kleine' monetaire beleid 1). Het 'kleine' monetaire beleid richt zich primair op stabilisatie van de wisselkoers. Vandaar dat ook wel wordt gesproken over het 'externe' beleidsaspect. Via beïnvloeding van de geldmarktrente en rechtstreekse interventies op de valutamarkt tracht de Nederlandsche Bank (DNB) de koers van de gulden binnen de door het Europese Monetaire Stelsel (EMS) bepaalde bandbreedte te houden. Bij het 'grote' monetaire beleid (of het 'interne' beleidsaspect) richten de monetaire autoriteiten zich vooral op regulering van de liquiditeitsquote ten einde te voorkomen dat vanuit de monetaire sfeer inflatoire of deflatoire verstoringen ontstaan.

Indirect heeft het grote monetaire beleid uiteraard invloed op de wisselkoers en het kleine monetaire beleid beïnvloedt ook de liquiditeitsquote. In die zin kunnen groot en klein monetair beleid niet strikt worden gescheiden. Het is in principe mogelijk dat een zodanig conflict dreigt tussen de doelstellingen van het 'kleine' en het 'grote' monetaire beleid dat een keuze voor één van beide doelstellingen moet worden gemaakt. De Nederlandsche Bank is echter altijd van mening geweest dat dit probleem in Nederland minder acuut is dan elders het geval is door de institutionele scheiding van de geld- en kapitaalmarkt in Nederland. Een beleid gericht op stabilisatie van de wisselkoers en beheersing van de liquiditeitsgroei kan echter alleen slagen indien ook is voldaan aan een tweede voorwaarde, namelijk beperkte internationale kapitaalmobiliteit, met name in de lange sfeer. De president van DNB constateert dan ook: „Restricties ten aanzien van het (netto) geldscheppende bedrijf van het bankwezen plegen hier te lande dan ook gepaard te gaan met restricties op de kapitaalvoer teneinde het buitenlandse lek, althans ten dele, te dichten” 2).

Indien aan deze beide voorwaarden niet (langer) is voldaan – en het ziet er naar uit dat zulks, ook in de visie van DNB, het geval is – zijn de monetaire autoriteiten gedwongen een keuze te maken. Gegeven het open karakter van de Nederlandse economie, ligt het voor de hand dat men in dat geval kiest voor wisselkoersstabiliteit en dat men niet langer probeert de liquiditeitsquote te reguleren. Desondanks bestaat er op dit moment een informele afspraak van DNB met het particuliere bankwezen over beperking van de groei van de netto-kredietverlening 3). Deze overeenkomst blijkt echter niet te zijn ingegeven door een doelstelling met betrekking tot de liquiditeitsquote. Beheersing van de binnenlandse liquiditeitscreatie wordt op andere gronden nagestreefd. Er lijkt, met andere woorden, een zekere accentverschuiving te hebben plaats gevonden in

het monetaire beleid; een accentverschuiving die tot dusver vrijwel geen aandacht heeft gekregen 4). In dit artikel wordt eerst ingegaan op de doelstellingen van het grote en kleine monetaire beleid in de oorspronkelijke beleidsopzet alsmede op de betekenis van de beide voorwaarden waaronder dit beleid effectief kan zijn. Daarna wordt de accentverschuiving die naar onze mening in het monetaire beleid is opgetreden, uiteengezet en van commentaar voorzien.

Groot en klein

Fase vatte het grote monetaire beleid in 1980 als volgt samen: „Monetary policy in the Netherlands is aimed at control of the liquidity ratio, i.e. the money supply as a percentage of net national income. Liquidity here means M2. The liquidity ratio is viewed as a global measure or informative signal of the liquidity of the economy. This policy of controlling the liquidity ratio may easily be translated into a policy of a desired growth rate of the money supply, taking into account (unavoidable) price increases, the expected growth in

* Faculteit der Economische Wetenschappen, Rijksuniversiteit Groningen. De auteurs zijn collega's van de vakgroep Algemene Economie dank verschuldigd voor hun commentaar op een eerdere versie van dit artikel. Uiteraard zijn alleen de auteurs verantwoordelijk voor het eindresultaat.

1) Deze terminologie is afkomstig van Kessler, de voormalige directeur van DNB. Met deze terminologie wilde hij tot uitdrukking brengen dat de beide typen van beleid een verschillende tijdschikking in de beschouwing betrekken. Het 'grote' beleid heeft betrekking op een langere termijn. Zie G.A. Kessler, In hoeverre zijn internationale verschijnselen van inflatie, werkloosheid en duurzame betalingsbalansonevenwicht: redenen te wijten aan monetaire dan wel reële factoren?, in: Vereniging voor de Staathuishoudkunde, *Internationale stagflatie bij flexibele wisselkoersen*, Leiden, 1978. Zie ook DNB, *Jaarverslag 1980*, blz. 10.

2) W.F. Duisenberg, *Inflatiebestrijding en monetair beleid*, in: SER, *Economische orde en beleid*, 1985, blz. 40.

3) In december 1986 kwamen DNB en de representatieve organisaties van het bankwezen overeen om de bestaande afspraak voor 1987 te continueren. Deze afspraak hield in dat de banken de groei van het netto-geldscheppende bedrijf tot 5,5 à 6% in 1986 zouden beperken. Met continuering wordt bedoeld dat over 24 maanden gemeten de groei van het netto-geldscheppend bedrijf per kredietinstelling niet meer dan 11 à 12% bedraagt. Zie F.A. van Dewall, *Monetaire dijkbewaking voortgezet, Bank- en Effectenbedrijf*, maart 1987, blz. 44-45.

4) Van Antwerpen en Van Lange spreken er in een recent artikel bij voorbeeld niet over. Zie J.J. van Antwerpen en J.H.P.M. van Lange, *Monetair beleid in Nederland en West-Duitsland*, *ESB*, 8 juli 1987, blz. 636-641.

real income and cyclical fluctuations in the demand for liquidity" 5). Ook uit de jaarverslagen van De Nederlandsche Bank komt deze rol van de liquiditeitsquote duidelijk naar voren. Zo wordt in het Verslag van de President in het Jaarverslag over 1978 gesteld: „Zoals in eerdere jaarverslagen reeds werd uiteengezet, heeft (het monetaire) beleid ten doel de hoge liquiditeitsgraad in de nationale economie tot meer aanvaardbare proporties terug te brengen, zulks in de hoop, dat parallel met een geringere inflatie tenslotte zal worden teruggekeerd tot de gezonde regel voor de groei van de geldhoeveelheid, namelijk dat die groei gelijk dient te zijn aan die van het reële nationale inkomen, gemeten aan zijn trendmatige ontwikkeling.... Voor het lopende jaar is met het bankwezen wederom overeenstemming bereikt over voortzetting van de kredietrestrictie. Zij is gericht op een gelijkblijvende liquiditeitsquote...” 6). Nadat in de eerste helft van de jaren zeventig de liquiditeitsquote voortdurend was gestegen, werd in 1977 besloten dat een omhuiging van deze trend noodzakelijk was: „Hoe begrijpelijk en grotendeels onontkoombaar deze liquiditeitsgroei onder de bijzondere omstandigheden na de oliecrisis ook moge zijn geweest, het was duidelijk dat een ommekeer noodzakelijk was. De Bank heeft zich daarom voorgenomen het monetaire beleid te richten op een geleidelijke, over een aantal jaren gespreide afneming van de liquiditeitsquote” 7).

De theoretische grondslagen voor het grote monetaire beleid zijn na de tweede wereldoorlog vooral gelegd door Holtrop, van 1946 tot 1967 president van DNB 8). Centraal staat de liquiditeitsmassa, waarvan de algemene definitie niet is gewijzigd 9); de exacte meting van het begrip is wel veranderd onder invloed van ontwikkelingen op financiële markten. Sinds de dereguleringsmaatregelen met betrekking tot de Nederlandse kapitaalmarkt die vanaf 1 januari 1986 van kracht zijn, rekent DNB bij voorbeeld de 'certificates of deposits' (CD's) tot de liquiditeitsmassa 10). Het verschil tussen de feitelijke en de minimaal noodzakelijke liquiditeitsquote wordt door Holtrop beschouwd als maatstaf voor de monetaire ruimte in de economie: „Experience in the Netherlands and in other countries has shown that the ratio of money plus secondary liquidity to national income varies within rather narrow limits... The constancy of the ratio between the mass of liquidity and national income implies that any desirable increase in national income – real income – must be accompanied by a proportionate increase in the mass of liquidity ... A higher ratio of the mass of liquidity to national income than is normal for a country ... thus gives an indication of, perhaps, an unusual temporary demand for liquidity, but also of the potential threat of a coming spending spree ... It has for this reason been the constant policy of monetary authorities in the Netherlands to prevent the mass of liquidity from being built up above a reasonable minimum which the economy clearly wishes to hold” 11).

Beheersing van de liquiditeitsquote is nagestreefd met behulp van directe en indirecte kredietbeheersing en had veelal een middellange-termijnkarakter. Bij indirecte kredietbeheersing tracht DNB via de kasliquiditeit van het bankwezen de groei van de netto-kredietverlening te beïnvloeden. In geval van directe kredietbeheersing worden kwalitatieve en/of kwantitatieve restricties met betrekking tot de groei van de (netto-)kredietverlening opgelegd.

Stabiele wisselkoersen vormen een belangrijke doelstelling voor het Nederlandse monetaire beleid. In de visie van DNB is een stabiele wisselkoers met de belangrijkste handelspartners voor een open economie als de Nederlandse een belangrijke voorwaarde voor een bevredigende economische ontwikkeling. Wisselkoersstabiliteit is sinds het moment dat de gulden beheerst ging zweven in mei 1971 nagestreefd met behulp van de instrumenten van het geld- en valutamarktbeleid, hierbij ondersteund door het grote monetaire beleid. Instrumenten van het geld- en valutamarktbeleid zijn onder andere: het discontobeleid, het contingeringsbeleid, het beleid met betrekking tot de speciale beleningen, swaptransacties en directe valutamarktinterventies.

Hoewel het geld- en valutamarktbeleid ook zou kunnen

worden ingezet voor realisatie van de interne doelstelling van het monetaire beleid, wordt voorrang gegeven aan realisatie van de externe doelstelling. Den Dunnen stelt: „Het geven van voorrang bij het geld- en valutamarktbeleid aan de instandhouding van de wisselkoers is aanvaardbaar, omdat het beleid ter beheersing van de geldgroei – de andere weg waarlangs prijsstabiliteit wordt nagestreefd – in ons land vrij goed kan worden gevoerd met behulp van instrumenten die de geldhoeveelheid rechtstreeks beperken zoals kredietplafonnering” 12).

Strijdigheid tussen de beide doelstellingen van het monetaire beleid kan in de visie van DNB veelal worden voorkomen door hantering van het juiste instrumentarium. De president van DNB stelt in dit verband: „...de monetaire autoriteiten (kunnen) voor de afweging komen te staan of zij prioriteit aan de interne of aan de externe doelstelling geven. Het geven van prioriteit aan de interne doelstelling kan een (verdere) verstoring van het externe evenwicht teweegbrengen. In Nederland komen de autoriteiten minder gauw voor een dergelijke keuze te staan, omdat zij voor de beheersing van de liquiditeitsmassa – het monetaire beleid in ruime zin over het instrument van de kwantitatieve (netto)kredietbeperking beschikken. Voorwaarde voor een goede beleidscoördinatie is dus niet alleen de voldoende inzet van de beschikbare instrumenten, maar ook de beschikbaarheid van voldoende instrumenten” 13).

Het instrument van de netto kredietrestrictie is echter slechts goed hanteerbaar als een duidelijke scheiding tussen geld- en kapitaalmarktpapier kan worden gemaakt 14). Deze scheiding is door de Bank lange tijd zo veel mogelijk in stand gehouden: „Het vrijwel ontbreken van kortlopend toonderpapier vormt een belangrijk voordeel voor de effectiviteit van de monetaire beleidsvoering, omdat daarmee de scheiding tussen monetair wél en niet relevante financiële verplichtingen wordt geaccentueerd. Van een vloeiende overgang van geld naar niet-geld, die bij de ervaringen in andere landen de afbakening van het monetaire terrein en de werking van het beleid zeer kan bemoeilijken, is in Nederland nauwelijks sprake. Daar draagt ook toe bij dat leningen in de vorm van langlopend toonderpapier, zoals obligaties, traditioneel in termijnen worden afgelost, waarbij de af te lossen stukken door middel van loting worden gekozen. Als gevolg van de daaruit voortvloeiende onzekerheid over de resterende looptijd kan dergelijk papier minder gemakkelijk een geld(markt)-functie vervullen, en wordt het overwegend uit beleggingsoverwegingen – met niet-

5) Zie M.M.G. Fase, Monetary base control: a useful alternative for the Netherlands?, *De Economist*, jg. 128, nr. 2, 1980, blz. 189. Zie ook: E. den Dunnen, Monetary policy in the Netherlands, in: K. Holbik (red.), *Monetary policy in twelve industrial countries*, Federal Reserve Bank of Boston, 1973, blz. 296.

6) DNB, *Jaarverslag 1978*, blz. 20-21. Zie ook: M.M.G. Fase, Monetary control: the Dutch experience, in: C. van Ewijk en J.J. Klant (red.), *Monetary conditions for economic recovery*, Dordrecht, 1985.

7) DNB, *Jaarverslag 1977*, blz. 19. In hetzelfde verslag wordt geargumenteerd dat een doelstelling voor de geldgroei op de middellange termijn de voorkeur verdient boven jaarlijks aan te geven doelstellingen, omdat een afwijking tussen doelstelling en werkelijkheid niet noodzakelijk de geloofwaardigheid van het beleid aantast, mits de afwijking past in het voor de middellange termijn na te streven beleidsdoel.

8) Zie bij voorbeeld Monetary policy in an open economy, its objectives, instruments, limitations and dilemmas, in: H.W. Holtrop, *Money in an open economy*, Leiden, 1972, blz. 181-220.

9) De liquiditeitsmassa bestaat uit de som van primaire liquiditeiten (= chartaal + giraal geld) en secundaire liquiditeiten. Tot de secundaire liquiditeiten worden vorderingen ten laste van de overheid en de banken gerekend die op vrij korte termijn zonder veel kosten en zonder belangrijk koersverlies en masse in primaire liquiditeiten kunnen worden omgezet of anderszins in het betalingsverkeer kunnen worden aangewend.

10) Zie F.L.D. Nivard, Deregulering en financiële innovatie, *ESB*, 15 januari 1986, blz. 72-75 en J. de Haan, Financiële innovatie en het grote monetaire beleid, *Bank en Effectenbedrijf*, mei 1987, blz. 164-168.

11) Holtrop, op.cit., blz. 198-199. Zie ook J. Zijlstra, Monetary theory and monetary policy, a central banker's view, *De Economist*, jg. 127, nr. 1, 1979, blz. 3-20.

12) E. den Dunnen, *Instrumenten van het geld- en valutamarktbeleid in Nederland*, Deventer, 1985, blz. 11.

13) Duisenberg, op.cit., blz. 45.

14) Kessler, op.cit., blz. 120.

monetaire middelen – verworven. Het beleid van de Bank is er steeds op gericht geweest deze situatie, die bovendien in staat stelt eenvoudig het houderschap van de liquiditeitsmassa te localiseren, te bestendigen en waar mogelijk aan te scherpen” 15).

Indien de liquiditeitsquote te hoog dreigt te worden, terwijl de wisselkoers ongewenst dreigt te appreciëren, kan een conflict tussen de doelstellingen van het monetaire beleid volgens DNB worden vermeden door de liquiditeitsquote vooral te reguleren via het instellen van een (netto) kredietrestrictie, terwijl het geld- en valutamarktbeleid met name wordt gericht op stabilisatie van de wisselkoers. Doordat het bankwezen is gebonden aan een plafond voor de (netto) kredietverlening kan van de noodzakelijke verlaging van de geldmarktrente geen stimulerend effect op de binnenlandse liquiditeitscreatie uitgaan. Als de internationale kapitaalmarkt voldoende imperfect is, kan tegelijkertijd worden voorkomen dat het effect van de beperking van de binnenlandse liquiditeitscreatie grotendeels teniet wordt gedaan door de toestroming van buitenlands kapitaal (door een netto-kredietrestrictieregeling worden de banken immers de kapitaalmarkt 'opgedreven' met als gevolg een tendens tot stijging van de kapitaalmarktrente). Indien sprake is van een hoge mate van kapitaalmarkt in de lange sfeer, wordt via de instelling van een netto kredietrestrictieregeling de tendens tot appreciatie versterkt. Indien echter de kapitaalmarkt in de lange sfeer geringer is dan in de korte sfeer kan, onder voorwaarde van een voldoende scheiding tussen de binnenlandse geld- en kapitaalmarkt, de wisselkoers op het gewenste niveau gebracht worden via manipulatie van de korte rente. Kessler heeft inderdaad gesuggereerd dat de kapitaalmarkt in de lange sfeer niet zo perfect is als in de korte sfeer: „.....de rente-ontwikkeling in het buitenland is uiteraard eveneens van invloed op het beloop van de kapitaalmarktrente. Het verband is hier echter, althans op korte termijn, minder dwingend dan bij de geldmarkt” 16). De kapitaalmarkt kan uiteraard worden beperkt door het instellen van restricties op de kapitaalvoer en/of -uitvoer.

Als de wisselkoers dreigt te depreciëren en de liquiditeitsquote te hoog oploopt, ondersteunen het 'grote' en 'kleine' monetaire beleid elkaar. Ook in die situatie geldt echter dat de liquiditeitsquote en de wisselkoers slechts tegelijk kunnen worden beheerst, indien de internationale kapitaalmarkt voldoende imperfect is.

Met name de laatste tijd lijkt de marge voor een beleid gericht op beheersing van de liquiditeitsquote naast het handhaven van een vaste wisselkoers te zijn aangetast. Deregulering van de kapitaalmarkt en de gevolgen van financiële innovaties, gecombineerd met de al langer bestaande tendens tot toenemende kapitaalmarkt, zijn hierbij van belang.

Financiële innovatie en kapitaalmarkt

Onder invloed van ontwikkelingen in het buitenland hebben de monetaire autoriteiten in Nederland bepaalde dereguleringsmaatregelen getroffen met betrekking tot de Nederlandse kapitaalmarkt. Mede onder invloed van deze maatregelen zijn markten ontstaan voor kortlopend toonderpapier. Bovendien is het niet langer verplicht dat aflossing in termijnen plaatsvindt; zogenaamde 'bullet'-leningen zijn nu dus ook toegestaan. Een bullet-lening met een resterende looptijd van twee jaar of minder wijkt wat betreft de liquiditeitsgraad nauwelijks af van bij voorbeeld CD's 17). Het onderscheid dat de Bank trachtte te handhaven tussen de geld- en kapitaalmarkt is hierdoor vervaagd 18). Dit maakt niet alleen het voorkomen van strijdigheden in de monetaire doelstellingen moeilijker, maar het hindert ook het voeren van een beleid gericht op beheersing van de liquiditeitsmassa, omdat het moeilijker wordt om de liquiditeitsgraad van verschillende activa te bepalen. De president van DNB meent wat dat laatste betreft overigens dat in Nederland „.....sprake (is) van een vrij rustige ontwikkeling, die voorshands het beleid nog niet noemenswaard bemoeilijkt”

19).

Ook de andere vooronderstelling die aan het beleid ten grondslag lag (slechts een beperkte mate van internationale kapitaalmarkt) is door de ontwikkelingen van de laatste jaren waarschijnlijk in belangrijke mate achterhaald. Indien sprake is van een open economie met een vaste wisselkoers en perfecte kapitaalmarkt, is het binnenlandse renteniveau gelijk aan de som van de buitenlandse rente, de verwachte depreciatie van de binnenlandse geldeenheid en een risicopremie.

Bij een volledig vaste wisselkoers is de verwachte depreciatie gelijk aan nul. Pogingen om via een restrictief beleid dat aangrijpt bij de binnenlandse geldgroei de totale liquiditeitscreatie te beperken, leiden in deze situatie tot een zodanige toestroming van kapitaal uit het buitenland dat de binnenlandse monetaire verkrapping volledig wordt gecompenseerd. De monetaire autoriteiten zijn onder deze omstandigheden dan ook niet in staat de liquiditeitsquote en de rente te beheersen. Indien sprake is van beheerst zweven, zoals binnen het EMS, bestaat een overigens beperkte ruimte voor afwijkingen van de buitenlandse (Westduitse) rentevoet 20).

In figuur 1 zijn de korte rentevoet in Nederland en die in West-Duitsland weergegeven. De Nederlandse rente-ontwikkeling staat sterk onder invloed van de rente-ontwikkeling in de Bondsrepubliek Duitsland (BRD). Dit is uiteraard onderkend door DNB. Zo stelt de president van DNB: „De deelneming aan ...het huidige Europese Monetaire Stelsel (EMS) heeft ook belangrijke implicaties voor het Nederlandse rentepeil. Bestaat bij de binnen- en buitenlandse beleggers voldoende vertrouwen in de handhaving van een vaste koers van de gulden ten opzichte van de sterke valuta binnen dit stelsel, dan zal ons nominale rentepeil in beginsel in de buurt van het renteniveau in die landen liggen...” 21).

Zoals gememoreerd is het monetaire beleid van DNB altijd gebaseerd geweest op de veronderstelling van een beperkte internationale markt in het lange kapitaalverkeer, zodat bij kredietplafonnering sprake bleef van een remmende invloed op de totale liquiditeitsgroei. In figuur 2 staat de ontwikkeling van de lange rente in Nederland en de BRD weergegeven. Het blijkt dat de Nederlandse lange rente de laatste tijd voortdurend iets boven de Westduitse ligt en dat de samenhang zelfs groter is dan bij de korte rente. Het is dus maar zeer de vraag in hoeverre de buitenlandse invloed minder 'dwingend' is bij kapitaalbewegingen in de lange sfeer. Indien ook hier de kapitaalmarkt roet in het eten gooit, is de groei van de liquiditeitsmassa in Nederland nauwelijks meer te beheersen.

Accentverschuiving

De Bank is er in de tweede helft van de jaren zeventig niet in geslaagd om de zich ten doel gestelde verlaging van de

15) E. den Dunnen, Instrumentvorming in een open economie, in: E. den Dunnen, M.M.G. Fase en A. Szász, *Zoeklicht op beleid*, Leiden, 1981, blz. 219.

16) G.A. Kessler, De invloed van het Nederlandse monetaire beleid en wisselkoersbeleid op de ontwikkeling van de werkgelegenheid, *Maand-schrift Economie*, jg. 45, nr. 1, 1980, blz. 16.

17) Men kan zich ook afvragen wat de liquiditeitsgraad is van de huidige staatsschuld met een zekere resterende looptijd van twee jaar of korter. De Nederlandsche Bank erkent dit probleem; zie DNB, *Jaarverslag 1985*, blz. 102.

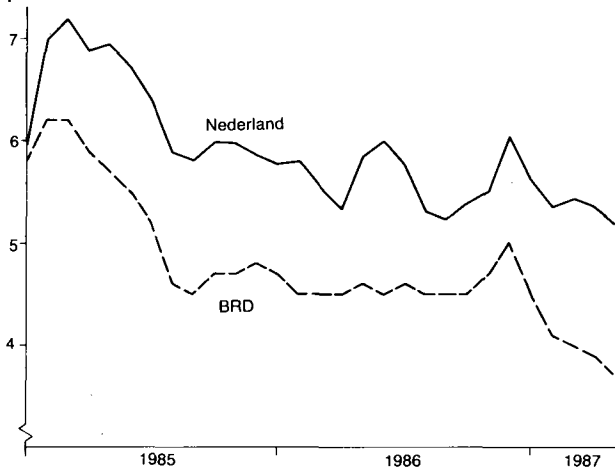
18) De president van DNB stelt ten aanzien van genoemde dereguleringsmaatregelen: „Zoals bekend zijn toen (bedoeld wordt per 1 januari 1986) de regels die vanuit de invalshoek van de monetaire beleidsvorming sedert de jaren zestig waren ontworpen om te voorkomen dat geld- en kapitaalmarkt al te zeer met elkaar verweven zouden geraken, ingetrokken”. Zie W.F. Duisenberg, Bankieren in Nederland, in: DNB, *Kwartaalbericht 1987/1*, blz. 25.

19) W.F. Duisenberg, De rol van het monetaire beleid, DNB, *Kwartaalbericht*, 1987/1, blz. 24.

20) Zie A. Szász, De ruimte voor rentedaling, *ESB*, 28 januari 1987, blz. 92-95.

21) W.F. Duisenberg, Inflatiebestrijding en monetair beleid, op.cit., blz. 42-43.

Figuur 1. De korte rente in Nederland en de BRD a), in procenten



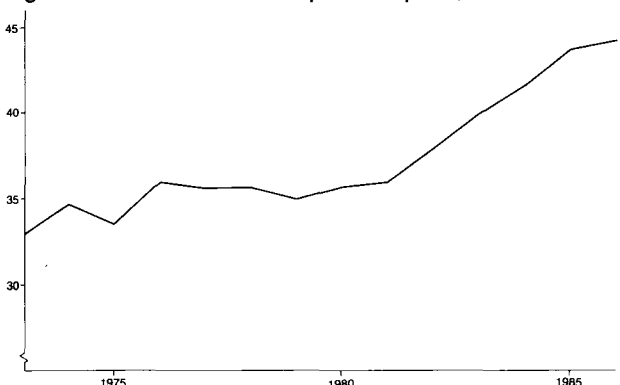
a) Weergegeven is de rente op driemaands-eurovalutadeposito's.
Bron: DNB.

Figuur 2. De lange rente in Nederland en de BRD a), in procenten



a) Weergegeven is de rente op overheidsschuld.
Bron: IMF, *International financial statistics*, div. jaren.

Figuur 3. De Nederlandse liquiditeitsquote, 1973-1986



Bron: DNB, *Jaarverslag 1986*, Deventer, 1987; en *Kwartalbericht 1985/4*, Deventer, 1988.

liquiditeitsquote tot stand te brengen. De laatste jaren is zelfs sprake van een forse stijging van de liquiditeitsquote (zie figuur 3), waarbij moet worden aangetekend dat DNB de laatste jaren een expliciete doelstelling voor de liquiditeitsquote achterwege heeft gelaten 22). Dit is een signaal dat DNB ermee rekening houdt dat ze haar beleid in een zodanig veranderde omgeving moet uitvoeren, dat beheersing van de liquiditeitsquote naast wisselkoersstabiliteit niet langer mogelijk is 23). Interessant is nu dat DNB hieruit ech-

ter niet de conclusie heeft getrokken dat het gebruik van het instrument van de (netto) kredietrestrictie niet langer nodig is. Immers, sinds begin 1986 bestaat een afspraak met het particuliere bankwezen ter beperking van de netto kredietverstrekking, zij het in een 'lichtere' vorm dan een formele restrictie.

De argumentatie hiervoor is echter niet zoals vroeger gelegen in het realiseren van een doelstelling met betrekking tot de liquiditeitsquote, maar gericht op het handhaven van het vertrouwen in de gulden bij een zo laag mogelijk renteniveau. Dit moge blijken uit het volgende citaat van de president van DNB: „Het was precies om een stijging van het algemeen renteniveau te voorkomen dat de Bank begin 1986 het initiatief heeft genomen tot de monetaire afspraak. Toen dreigde – en de ontwikkeling in 1986 heeft de juistheid van deze verwachting helaas bevestigd – een zodanige afvloeiing van kapitaal op gang te komen dat de koers van de gulden onder druk zou komen, hetgeen dwingt tot een hogere geldmarktrente. Een ongeremde voortzetting van deze ontwikkeling zou in de internationale financiële markten twijfel hebben doen ontstaan over het koersbeloop van de gulden, mede gevoed door de relatief grote problemen met de beheersing van de overheidsfinanciën in ons land. Het gevolg van een dergelijke twijfel is verhoging van het algemene renteniveau. De belegger zal zich willen indekken tegen het grotere wisselkoersrisico dat hij meent te lopen” 24). Met andere woorden, om te voorkomen dat ten gevolge van een stijging van de verwachte depreciatie, maar vooral als gevolg van een hogere risicopremie, de Nederlandse rente zou stijgen, heeft DNB tot eerder genoemde maatregel besloten. Anders gezegd, via een gematigd groeitempo van de binnenlandse liquiditeitscreatie kan een bijdrage worden geleverd aan een lage verwachte depreciatie. De accentverschuiving in het monetaire beleid komt er dus op neer dat niet langer sprake is van een aparte doelstelling voor de liquiditeitsquote, maar dat in plaats daarvan de doelstelling voor het geldhoeveelheidsbeleid is geformuleerd in termen van de binnenlandse liquiditeitscreatie. Aldus levert het monetaire beleid een bijdrage tot prijsstabilisatie en wisselkoersstabiliteit bij een zo laag mogelijke rente.

Zeer recent heeft DNB bekend gemaakt te overwegen het bestaande monetaire instrumentarium uit te breiden met het instrument van de open-marktpolitiek. De leemte tussen wel en geen directe kredietbeheersing zou hiermee kunnen worden opgevuld. Via open-marktpolitiek zou de Bank signalen kunnen geven over de in haar ogen juiste ontwikkeling van de rente. Uit de toespraak van de president van DNB bij de opening van de Dag van het Aandeel blijkt dat de deregulering en de toegenomen kapitaalmobilitet aanleiding zijn voor dit plan. Het huidige beeld van beperkte monetaire dijkbewaking kan namelijk marktverstorend werken, hetgeen zich niet goed verhoudt met het streven van meer ruimte voor het marktmechanisme.

Ten slotte

Gegeven de realiteit van een toenemende kapitaalmobilitet en een vervagende scheiding tussen geld- en kapitaalmarkt, is het loslaten van een doelstelling voor de liquiditeitsquote in het beleid van DNB waarschijnlijk onontkoombaar en verstandig, tenminste zolang de BRD een bevredi-

22) Kuipers en Boertje verklaren de ontwikkeling van de liquiditeitsquote vanuit de zogenaamde buffervoorraad-benadering van de geldvraag. Zie S.K. Kuipers en B. Boertje, *On the causes of the rise in the liquidity ratio in the Netherlands since the early eighties*, mimeo.

23) Daarnaast speelt een rol dat DNB het herstel van het Nederlandse bedrijfsleven niet in de kiem heeft willen smoren via het instellen van kredietrestricties.

24) W.F. Duisenberg, De rol van het monetaire beleid, op.cit., blz. 23. In dezelfde rede stelt de president van DNB ook: „Nu kan de geldgroei zowel uit binnenlandse als uit buitenlandse bron worden gevoed. De vraag is dan of het beleid zich moet richten op het totaal of vooral op de binnenlandse bron, dat wil zeggen de geldschepping door het bankwezen en de overheid. Het laatste is het geval...” (blz. 20).

gende economische ontwikkeling vertoont. Dit laatste moet constant in de gaten worden gehouden, maar lijkt op dit moment geen probleem. Eén en ander impliceert echter wel dat Nederland zich in zijn economische beleid nog meer dan in het verleden moet richten op de BRD.

Bij het inzetten van het instrument van de (netto) kredietbeperking voor het handhaven van het vertrouwen in de gulden bij een zo laag mogelijk renteniveau, zijn kanttekeningen te plaatsen, hoewel de gedachte achter een dergelijk beleid door ons wordt onderschreven. In de eerste plaats moet het bij een dergelijk beleid eigenlijk niet in hoofdzaak gaan om de absolute groei van de binnenlandse liquiditeitscreatie, maar vooral om die groei ten opzichte van de groei in de BRD. Overigens lag de omvang van de liquiditeitscreatie uit hoofde van de overheid en het bankwezen in Nederland in 1985 met 5,3% belangrijk boven die in de Bondsrepubliek (0,2%) 25). Zo bezien lijkt de afspraak met het bankwezen voor 1986 te rechtvaardigen 26). In de tweede plaats moet worden bedacht dat de omvang van de binnenlandse liquiditeitscreatie maar één van de factoren is die het vertrouwen in de gulden bepalen 27). Het (relatieve) financieringstekort van de overheid 28), de betalingsbalanspositie en de loonontwikkeling zijn ook van belang. Ten derde moeten de monetaire autoriteiten hun eigen beleidsruimte niet verder beperken dan nodig is door zelf te sterk de nadruk te leggen op het belang van de omvang van de binnenlandse liquiditeitscreatie voor de positie van de gulden 29). Dit gevaar ontstaat wanneer automatisch wordt gereageerd op verschillen tussen de Nederlandse en de Duitse liquiditeitscreatie. Doordat de monetaire autoriteiten een bepaald gedrag vertonen, stellen de markten zich hier op in, en verwachten ook geen ander gedrag. Afwijkingen van het verwachte patroon kunnen dan averechts uitwerken. Ten vierde kan de uitvoerbaarheid van een (netto) kredietrestrictieregeling in potentie ernstig worden aangetast door het ontstaan van financiële innovaties. Voor zover deze moge-

lijkheid de geloofwaardigheid van de realisatie van een beperking van de groei van de binnenlandse liquiditeitscreatie vermindert, draagt een beleid gericht op een dergelijke beperking minder bij aan het vertrouwen in de gulden. Indien de ten doel gestelde groeicijfers worden overschreden, kan een dergelijk beleid zelfs het vertrouwen in de gulden aantasten. Ten slotte mag niet uit het oog worden verloren dat kredietbeperkingen kosten met zich meebrengen. Zij belemmeren de concurrentie binnen het bankwezen, hoewel het netto karakter van de beperkingen dit enigszins kan mitigeren. Uit het recente plan voor de uitbreiding van het monetaire instrumentarium met open-marktpolitiek blijkt dat DNB oog heeft voor dit probleem. Verder verzwakken kredietbeperkingen gemakkelijk de concurrentiepositie van Nederlandse banken ten opzichte van buitenlandse banken, en ook ten opzichte van andere financiële instellingen.

J. de Haan
L.H. Hoogduin

25) Deze cijfers zijn ontleend aan tabel 10 van de statistische bijlage van DNB, *Jaarverslag 1986*. Zij luiden in procenten van de totale liquiditeitenmassa aan het begin van het jaar.

26) Voor de verlenging ervan geldt hetzelfde. In 1986 kwam de groei van de binnenlandse liquiditeitscreatie in Nederland, ondanks de afspraak, uit op 8,4% en in de BRD op -0,3%. Interessant is overigens dat de omvang van de binnenlandse liquiditeitscreatie in andere EMS-partners, als België en Denemarken, veel groter is dan in Nederland (zie de in voetnoot 25 genoemde tabel).

27) Zie bij voorbeeld ook S.K. Kuipers, *De Nederlandse economie op middellange termijn*, ESB, 1986, blz. 444-450.

28) Zie bij voorbeeld DNB, *Jaarverslag 1984*, blz. 92-93. Zie ook J. de Haan, *De inflatoire risico's van financieringstekorten en overheids-schuld*, *Maandschrift Economie*, jg. 51, nr. 3, 1987, blz. 163-176.

29) Zie ook L.H. Hoogduin en J. Snippe, *Over bezuinigen als noodzaak voor investeringen*, *Maandschrift Economie*, jg. 51, nr. 1, 1987, blz. 3-15.